

易纲：主动有序扩大金融业对外开放

继续放宽外资金融机构股比限制 稳步扩大资本账户可兑换

□本报记者 彭扬

中国经济50人论坛主办的“纪念中国经济改革开放四十年暨50人论坛成立二十周年学术研讨会”16日在京召开。中国人民银行行长易纲在中国经济50人论坛成员撰写的《50人的二十年》一书中撰文表示，要继续主动有序扩大金融业对外开放。尽管我国在推动金融业对外开放方面取得了一些成绩，但当前国内外环境复杂多变，外资对我国金融业诉求也不断增加，我国金融业开放程度与实现自身发展需要相比仍存在较大差距。

易纲认为，总体来看，我国金融市场开放仍以“管道式”开放为主，金融市场深度和广度不足，便利性有待提高，金融业国际竞争力仍需加强，金融制度环境与国际接轨程度有待提升，外资金融营商环境需进一步改进。中国金融

业开放依然任重而道远。

“改革开放的实践经验证明，越开放的领域，越有竞争力；越不开放的领域，越容易落后，越容易累积风险。扩大金融业开放将为中国金融业注入新的活力，有助于提高中国金融行业的整体竞争力，实现更高水平、更深层次和更加健康的发展。”易纲称，从中国经济转型升级的要求看，服务业将发挥重要的拉动力作用。在服务业开放中，金融业开放对经济发展的潜在影响高，开放的条件较为成熟，风险相对可控，扩大金融业开放有助于带动服务业的整体开放。

易纲表示，下一步，应紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，坚持金融业本质上是竞争性行业的定位，按照准入前国民待遇和负面清单的原则，继续主动、有序扩大金融业对外开放，助力中国经济增长和金融稳定。

具体来看，易纲称，一是继续推动全方位的金融业对外开放，确保各项措施真正落实实施。继续放宽对外资金融机构股比限制，设立形式和股东资质等方面限制，确保已对外宣布的开放措施尽快落地。打造开放、包容、与国际接轨的金融市场，进一步完善“沪港通”“深港通”，尽快推出“沪伦通”。进一步丰富外汇市场产品，增加外汇市场深度，提高外汇市场参与主体多样化，降低外汇市场顺周期性。加快制度建设和法制建设，改善外资金融机构经营制度环境，提高法律和政策制定透明度。

二是进一步深化人民币汇率形成机制改革，提高金融资源配置效率，完善金融调控机制。不断深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，加大市场决定汇率的力度，增强人民币双向浮动弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平

上的基本稳定。

三是稳妥有序推动资本项目开放，稳步扩大资本账户可兑换，营造公平、透明、可预期的营商环境。抓住有利的改革窗口期，按照“服务实体，循序渐进，统筹兼顾，风险可控”的原则，稳步推进人民币资本项目可兑换。实行负面清单管理，减少行政审批，弱化政策约束，提高政策透明度和可预期性，创造公平竞争的市场环境。同时，密切关注国际形势变化对资本流动的影响，完善针对跨境资本流动的宏观审慎政策。

四是将扩大开放与加强监管密切结合，做好相应配套措施，有效防范和化解金融风险，建立健全与金融业开放相适应的监管框架和金融基础设施，加强宏观审慎管理和金融监管协调配合，抓紧补齐监管制度短板，守住不发生系统性风险的底线。

**北京房展会本地项目难觅
旅居康养趋热**

2018北京秋季房地产展示交易会于16日闭幕。此次房展会上，北京本地住宅项目难见踪影。与此形成对比的是，有近20个其他城市的旅居康养地产“进京”唱主角。业内人士表示，今年没有重点推荐北京本地及环京房产，主要是限购政策趋严，真正有购房资格的人很少。随着中国老龄化进程加快，对旅居养老地产需求日趋旺盛。

在今年的北京秋季房展会上，北京本地的商品住宅项目难觅踪影，只有养老公寓和商业综合体等类型的项目参展。少部分环京项目则主打河北张家口、保定等地的改善型住宅，占比不到10%。

北京房展会组委会秘书长郑向东表示：“调控政策对北京和环京房地产市场影响比较大，虽然需求仍然存在，但真正满足购房要求的人并不是很多，这也是今年没重点推荐北京房产的原因之一。此外，环京房地产多数还在建设中，没有进入销售期。”

值得注意的是，此次房展会旅居康养项目成为购房者关注的焦点。中国人人口老龄化趋势渐现，带有家庭养老功能的旅居式养老需求日趋旺盛。

云南省房协相关负责人介绍，近年来，在北京、东北三省、大西北地区，有越来越多的人看好云南，外地人购房比例呈逐年递增趋势。从去年起，云南省房协于春季、秋季牵头组织云南优质休闲度假养生地产项目先后三次赴北京参展房展会，展会上成交159套，后续组织多个看房团到访云南成交1000余套。此次房展会，云南有近40个楼盘参展。

相较于海南、云南，康养新秀攀枝花房价处于价格洼地，据统计，2017年北京人在攀枝花置业购房同比增长70%。

北京房展会组委会主任魏克非表示，大家更注重阳光空气和悠闲生活方式。房子成了人们美好生活的载体，这种趋势今年更为明显，且还会保持很长一段时间。

同样受关注的还有海外投资移民置业。此次房展会集聚近百家海外房地产公司和移民公司参展，分别来自美国、加拿大、澳大利亚、英国、德国、西班牙等20多个国家和地区的90余家参展商，包含高档公寓、别墅、度假地产，以及美国、欧洲等国购房移民项目等。

当前，澳大利亚仍是受中国投资者青睐的国家之一，泰国成为新的热门投资国家。伴随“一带一路”倡议的不断推进，中国市场的影响力日益增加，迪拜、柬埔寨的项目也逐年增加。

魏克非表示，海外置业受国际形势、经贸关系影响较大，需要投资者从各方面综合考虑。(江玲)

A股持续“磨底” 外资“满额”加仓

(上接A01版) 目前有很多好标的的估值落到有吸引力的区间，但出于私募产品对净值回撤的把控，不会贸然加仓。等市场明显企稳时加大仓位才更稳妥。”另一家私募基金经理坦言：“虽然今年净值大幅跑赢指数，但目前仍为负收益，仓位自然不高。”

某从业近20年的公募基金经理说：“相比欧美成熟市场，价值投资在A股还不够深入人心。市场中部分优质公司的价值长期被低估。虽如此，历史上买入此类优质的，也可能出现一段时间的较大幅度回撤。从该角度看，采取逐步加仓的策略更适合自己。”

A股为全球价值洼地

外资敢于持续加仓，底气何在？“外资对利率较为敏感，央行采取措施稳定人民币汇率有助吸引更多外资流入。”颜伟华告诉中国证券报记者，“此外，还有两方面原因。一是外资更看重长线和基本面。当前A股估值已到2016年低位，该时点加仓优质公司意味着看好中国经济未来潜力。二是A股纳入MSCI指数比例的增加吸引主动资金提前布局，也吸引更多外资被动加仓。”

“外资研究主要是基本面分析，而且当前A股如同2016年港股，出现价格洼地，资金势必会往里流。”上述外资机构负责人表示，“目前A股估值远低于全球主要市场，特别是美股和港股。整体看，A股具有一定价格优势。”

“尽管2018年股票市场表现不尽如人意，但仍看到许多具有吸引力的长期机会。”富达国际投资总监Catherine Yeung表示，A股市场已对由外部因素引起的大量不确定因素做出反应，尤其是在涉及其他成熟市场方面。在此情况下，一些基本面及预期盈利增长相对保持稳定但股价被抛售的公司可称作“落难天使”。

德意志银行机构客户业务全球联席主管Stefan Hoops表示，中国市场正吸引全球投资者关注。据德意志银行报告显示，对于下半年的中国资本市场，看好绿色、制造、改革、消费四大主题板块。

谈到具体进场时机，上述外资机构负责人表示，不同机构对跟进的行业和标的会有模型预测，具体价格相对价值折让多少才进场买入，各家有所不同。“比如格雷厄姆认为价格折让3—4折就是好的投资，而巴菲特对这一类的投资原则是在4—5折。”

心理关口告急 美债利率上涨难掀风浪

□本报记者 张勤峰

8月下旬以来，沉寂近3个月的美债收益率再度上涨。目前关键的10年期美债收益率已来到3%附近。今年初，全球市场曾因美债利率快速接近3%的“心理关口”而遭遇“股债双杀”。机构认为，本轮美债收益率上涨会否再次掀起风浪？机构认为，当前美国股票和债券价格的跷跷板效应弱化，美股相对美债而言确实愈发昂贵，但相对性价比尚未逆转，加上中美利差的缓冲空间犹存、A股安全边际上升，这轮美债收益率上行对我国股债市场冲击料有限。

3%不是终点

在不少研究机构看来，3%关口可能拦不住美债利率上行的脚步。

华创证券债券研报指出，近期10年期美债收益率再次上行并接近3%，预计未来美债收益率仍易上难下，理由主要有如下四点：

一是美国国内通胀预期不断上升。关税政策变化将推升美国进口商品价格，油价上涨风险仍大，而美国薪资增速走高也将推升通胀。二是预计年内美联储还将加息两次，且可能以更激进的方式应对通胀压力。市场基本认定，本月底美联储加息已是板上钉钉，12月份再加息的概率也已超过75%。三是美债供给压力不容忽视。由于今年美国国债到期量上升，叠加税改政策增加赤字规模，美债供给量将大增。如果后续特朗普推行基建政策，恐进一步扩大美债供给。四是美联储按计划缩表，降低美国国债需求。在供给大幅增加的同时，美联储缩表速度在加快，并于今年四季度达到最快，美债需求将进一步降低，这将导致美债收益率大幅上行。

作为全球债市风向标，美债利率波动对我国利率走势确有一定影响。比如，在本轮美联储加息周期中，人民银行曾数次小幅上调公开市场操作利率。而一般认为，利率上涨会通过压制估

值、影响盈利预期(抬升财务成本)的维度影响股票定价，进而影响股市走势和预期。

不过，当前市场倾向于认为，在美联储持续加息过程中，中国债市会通过压缩中美利差的方式来消化美债收益率上行的影响。原因在于，当前中美经济基本面不同步，货币调控联动的必要性下降，我国“宽货币”、“宽信用”调控取向比较明显，债市收益率上行空间不大。美债利率上涨的影响，更多可能是抑制我国利率继续下行，而非引起利率大幅上行。据统计，目前中美10年期国债利差仍接近70BP，尚处于“舒适区域”。

从股市联动的角度来看，中国与美国的股市表现出一定的联动性，特别是随着A股境外投资者占比不断提升，A股与海外市场尤其与美股的联动性进一步提高。从这个角度来看，对于A股投资者来说，未来美债走势对美股的影响无疑更值得关注。

冲击料有限

今年4月份，曾有研究机构提出，当10年期美债收益率达到3.1%左右就会触及“警报线”，随后半年到一年左右或将迎来美股的大跌。不过，5月份，10年期美债收益率一度升破3%，最高涨至3.1%，美股的反应反而没有年初时那么剧烈。标普500指数从4月份重新步入升势，目前仍不时刷新高位纪录。根据美国对冲基金Crescat Capital的数据，这是历次美联储加息周期中美股录得的最强表现。

这背后更深层次的原因是什么？国泰君安证券固收团队给出的解释是，当前美国企业融资环境仍处于相当宽松状态，短端利率上行对企业财务成本和盈利冲击较弱。另外，当前美债收益率曲线极为平坦，与短端利率相比，长端利率较低

反而提升股票资产吸引力。本轮加息周期中，美联储加息节奏相对滞后于经济复苏速度，对企业和股市相对有利。同时，在经历长期量化宽松和低利率环境后，美国股票和债券价格的负相关性有所弱化。

从估值的角度看，目前标普500市盈率为23.61，倒数为4.24%，仍明显高于10年期美债收益率。毋庸置疑，当前美股估值处于较高位置，相对美债而言变得愈发昂贵，股、债性价比此消彼长，但倒挂的拐点还未出现。这意味着，对于美股而言，美债收益率还不够高。

事实上，虽然10年期美债收益率逼近3%，但考虑通胀后的实际利率水平依旧处在历史低位。

当然，不是说收益率不够高就不会影响市场。利率绝对水平的高低固然关键，但利率变化的速度对资产价格而言也很重要。今年2月份就是鲜活的例子。好在近期美债利率上行仍相对平缓，虽然后续方向可能向上，但再现快速上行的可能性似乎不大。如果美债收益率继续以相对平缓的速度上行，在美股、美债性价比彻底逆转之前，其对美股的冲击应该可控。

进一步看，近期在美债利率上涨的背景下，跨境资金确有从新兴市场流向美国股、债市场的势头。但由于人民币汇率在新兴市场货币中仍相对稳定、中国经济增长仍表现出较强韧性，以及中国资本市场开放的政策红利不断释放，境外资金仍在不断流入中国股、债市。

对于任何一种资产来说，跌得多了，安全边际自然就高了。不少市场人士认为，当前A股估值调整基本到位，从量价关系、破净破发股数量、产业资本增持、上市公司回购股份等诸多角度看，股市筑底迹象愈发明显。综合考虑，近期美债收益率上行，对我国股债市场冲击料有限。

财经观察

医药白马“失蹄”缘于非理性市场情绪

□本报记者 齐金钊

骑白马的不一定是王子，也可能是唐僧。上周，白马股聚集地医药板块突现大跌，让部分笃信“吃药”行情的投资者措手不及。此情此景，股民难免心生慨叹：A股弱市震荡之际，吃药”行情也靠不住了吗？

过去，医药个股由于普遍业绩稳定、现金流良好，被认为是弱市中值得“依靠”的防御板块。单从上半年行情看，医药股一枝独秀，走出一波漂亮的行情。不过，这波被股民津津乐道的“吃药”行情近期出现翻转，上周三和周四，医药板块两天蒸发约1200亿元市值。

对于此次医药白马的意外“失蹄”，有观点认为与上周“带量采购”政策试点扩大有关。本次“带量采购”招标的范围主要是30

多个通过一致性评价的药品，中标企业将获得该品种在11个城市的60%至70%的市场份额。

这项政策对药企将产生两方面直接影响。第一，药企要想加入医保联合采购名单，必须通过一致性评价。第二，通过集中招标，药品价格有望大幅下降。这是我国医改进程中重要的一步，长远来看，既有助于改善民生水平，又有助于提高国内药企竞争实力。

这样一来有利于国计民生的政策出台，却引发市场大跌，显然是市场非理性的恐慌情绪在作祟。应该明确的一点是，在医改大背景下，药企和患者不是站在对立面上的。虽然对药企而言，加入医保联合采购名单的门槛和成本在提高，但对相应药企的产品质量和市场竞争力提升显然是有好处的。药企积极参与一致性评价，有利于药品质量提升。而药品价格下降的同时，中标企业的市场销量也能得到提高。

如此看来，“带量采购”政策实施范围扩大，对药企影响需辩证看待。那些成本控制能力强，药品质量可以通过一致性评价的企业将受益于这项政策的；那些成本控制能力较差，依靠销售关系支撑业绩的药企，则前景堪忧。

一次大幅回调，不会改变真正价值投资者的理念，但对有些上市药企，则敲响了警钟。当前，国产创新药研发持续加速，仿制药评价工作不断推进，国内医药消费升级方兴未艾。从当前节点看，国内医药市场远未饱和，亟待优秀药企脱颖而出。医药板块是白马股聚集地不假，但判断一家公司是骡子是“马”，还是要拉出来在市场上遛一遛。

构建完备现代金融体系亟须“补短板”

(上接A01版) “货币政策转型现在面对的核心问题是，逐步从数量调控走向价格调控。”北京大学国家发展研究院副院长黄益平称，在这个转型过程中，金融体系会面临三个问题。一是当前金融机构还是以银行为主，融资方式以间接融资为主。二是银行体系以大银行为主，存款主要在大银行。因此，流动性管理有特殊含义，在资金拆借市场上，大银行是资金的提供方，而中小银行一般都是借款方，这与美国的情况不完全一致。三是在很多层次上，政府有各种隐性担保，或促成银行扩张冲动，因为隐性担保没有很强的市场纪律。

对于如何构建符合中国金融体系的货币政策框架，孙国峰建议，首先要确立我国的央行政策利率以锚定与引导预期。今后一段时期，应坚定不移地确立政策利率调控框架的核心地位，着力构建和理顺政策利率传导机制，发挥包括短期和中期政策利率在内的政策利率的调控功能，逐渐取代存贷款基准利率，继续将M₂等数量指标作为监测指标。

其次，要稳定央行流动性操作机制。为更

好发挥央行政策利率的锚定预期功能，应扩大借贷便利工具合格抵押品范围，保证抵押品的可得性、规模性、便利性等要求。加快推进信贷资产质押和央行内部评级试点，增加金融机构合格抵押品，建立起包括国债以及达到一定评级级别的地方政府债券、金融机构债券、公司类信用债和银行贷款等在内的抵押品体系。

另外，中国人民银行研究局货币理论与政策研究处处长牛慕鸿表示，建设新时代现代金融体系的基础是要理顺政府与市场的关系。其中，进一步建立健全或者完善金融调控体系，尤其要重视货币政策在维护金融稳定中的作用，健全货币政策和宏观审慎双支柱。同时，加强市场基准利率的培育，使之提高交易性和代表性，成为资金定价基础。

提高创新资本形成效率

“我国的金融体系必须提高创新资本形成效率，从而最有效地提高产业的技术含量，培育新经济企业，形成有抗风险能力的制度性安排。”中国证券投资基金管理协会会长洪磊认

为，发展以资本市场为主的金融体系，为全社会提供更加充分的风险资本，催生经济新动能，是我国现代金融体系的主要方向。

黄益平称，如果市场没有很好发挥融资功能，则说明市场机制不完善。比如，规则制定和实施往往有很强的行政性，带来很多不确定性，导致市场和监管博弈，而不是市场之间的博弈。同时，投资者缺乏耐心，很多投资者更多是短期投机性比较强。

报告从四方面对我国现代资本市场建设提出了政策建议。一是理顺行政监管与市场的关系，让市场对资源配置发挥决定性作用。二是提升立法站位，全面构建资本市场基础性法律规范。三是推动机构监管和功能监管协同，建设现代行业治理体系。四是推进资本市场综合税制改革，营造资本市场发展有利环境。

对于投资者保护，黄益平表示，所有金融机构要落实“投资者适当性规则”，并不是任何给个人、投资者提供金融服务，或投资机会的金融服务都是好的服务，要考虑他的风险识别和承担能力。